



Titres

- Les actions sont-elles onéreuses ?
- « Value » et cyclicité
- Actions « Value » et taux d'intérêt
- Cristallisation des actifs en cours
- Japon - le retour du dynamisme politique
- Etude de cas - Yamaha Corp.
- Des perspectives positives pour 2014

Nos fonds actions « Value »

Fonds	Code ISIN
Emerging Markets Value	LU0760183672
Ethical Emerging Mkts Value	LU0760183912
Ethical Global Value	LU0362355355
European Small Cap Value	LU0256591552
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Des informations détaillées sont disponibles à l'adresse sparinvest.eu.

- sparinvest.eu

Actions « Value »

Cher investisseur,

La performance des fonds actions « Value » s'est montrée généralement positive au premier trimestre 2014 et nous demeurons optimistes quant au reste de l'année en ce qui concerne aussi bien l'économie que les marchés. Même après la belle avancée signée par les actions en 2013, nous restons convaincus qu'elles sont la catégorie d'actifs la plus attrayante et continueront d'attirer des afflux de fonds soutenus en 2014. Ce qui nous semble particulièrement prometteur, c'est que nos portefeuilles abritent à la fois des évaluations faibles et une qualité élevée. Les actions en général ne semblent ni trop onéreuses, ni particulièrement bon marché mais aux niveaux actuels, il est évident que certains segments du marché sont inintéressants, voire trop chers.

Les actions sont-elles onéreuses ?

Au cours des cinq dernières années, nous avons vu les investisseurs injecter de l'argent frais dans le même segment restreint des marchés boursiers. Motivés par l'incertitude ambiante, les investisseurs se sont tournés vers les actions considérées comme « sûres », c'est-à-dire les actions de qualité, les titres à rendement sur fonds propres élevé, les génératrices de bénéfices stables et les actions « Growth » des méga-capitalisations. Cette tendance a propulsé les cours de ces actions vers de nouveaux sommets. Dans le contexte récent caractérisé par des fluctuations du goût pour le risque dictées par les données macroéconomiques, les investisseurs ont privilégié les actions qui ressemblaient le plus aux obligations, celles qui offraient des bénéfices stables et croissants, indépendamment du sentiment économique. Cette demande accrue ou

allocation excessive à un domaine précis a rendu les évaluations d'un grand nombre de ces titres apparemment tendues, incitant certains investisseurs à diminuer la prime de risque y afférente pour justifier les niveaux actuellement élevés des évaluations.

Mon expérience de gérant de fonds investissant activement dans les actions depuis près de deux décennies m'a enseigné que l'attroupement des investisseurs sur les marchés boursiers et l'injection d'argent dans un seul et même petit coin du marché n'étaient jamais bon signe. Dans un certaine mesure, c'est ce que nous avons connu en tant qu'investisseurs « Value » à la fin des années 1990 pendant la bulle informatique. Il faut reconnaître que la demande dont bénéficient ces titres s'est aussi traduite par des rendements solides ces cinq dernières années. Aussi l'environnement a-t-il été très favorable aux investisseurs en actions de méga-capitalisations. Si vous aviez acheté les titres les plus importants et les plus liquides, vous auriez réalisé de belles performances et l'investissement indiciel impliquant une exposition aux mêmes grandes sociétés s'est très bien comporté.

Cette situation s'est traduite par les écarts d'évaluation dont nous avons parlé dans plusieurs lettres antérieures. La disparité existe, et s'accompagne donc d'opportunités, sur tous les marchés, même sur le vaste marché américain, pourtant le moins sous-évalué par rapport aux autres. Mais une analyse plus approfondie des extrémités du marché américain (à l'exception des titres provenant d'entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 1 milliard d'USD) montre que le segment le moins cher, sur la base d'un simple ratio cours/valeur comptable, est en fait moins cher aujourd'hui qu'avant la crise financière. En revanche, le segment le plus cher (la cible de l'attroupement des investisseurs) s'échange maintenant à des cours plus élevés qu'avant la crise. Par conséquent, les 5 % de titres qui présentent les multiples cours/valeur comptable les plus élevés affichent désormais jusqu'à 12,4 fois contre 10,7 fois avant la crise, alors que les 20 % de titres présentant les multiples cours/valeur comptable les plus faibles sont tombés jusqu'à 1,2 fois contre 1,5 fois avant la crise. Des résultats similaires ont été obtenus en Europe et au Japon, à des niveaux d'évaluation cependant moins élevés qu'aux Etats-Unis.

C'est précisément cette disparité qui a lentement commencé à s'atténuer l'année dernière, donnant un coup de fouet à notre performance. Nous pensons que l'écart continuera de se réduire à l'avenir, au bénéfice des investisseurs « Value » qui privilégient les titres bon marché et évitent les titres onéreux. Nous avons conscience de la simplicité du ratio cours/valeur comptable en tant que moyen de disséquer le marché et tenons compte de nombreux autres facteurs lorsque nous recherchons des bonnes affaires parmi les titres « Value ».

« Value » et cyclicité

Nous avons souvent abordé le sujet de la performance comparative des actions « Value » par rapport aux actions « Growth ». Nous sommes certainement convaincus de la capacité des premières à surperformer à long terme, mais comme nous l'avons indiqué plus haut, il peut arriver que la stratégie reste à la traîne. Depuis le début de la crise, les indices « Value » se sont moins bien comportés que le marché et une période aussi prolongée de sous-performance a poussé beaucoup d'investisseurs à chercher à identifier des constantes qu'ils pourraient appliquer au moment de choisir leur exposition aux actions « Value ».

Les avis quant au moment opportun d'une exposition au style « Value » sont très divers et s'accompagnent souvent d'explications logiques. Par exemple, certains pensent que les actions « Value » ont tendance à surperformer leurs homologues « Growth » lorsque l'économie s'essouffle et tombe dans la récession. Leur raisonnement est le suivant : en raison de leur évaluation (cours/valeur d'entreprise et cours/valeur comptable, etc.) déjà faible, elles sont déjà relativement sous-évaluées et devraient donc moins se déprécier que les actions « Growth » pendant une récession. Lorsque l'économie commence à se redresser, les actions « Growth » bénéficient davantage de la reprise car elles sont assorties de taux de croissance supérieurs et réinvestissent leurs bénéfices. Cette théorie a été prouvée dans certains scénarios historiques, mais pas dans tous. (Même si un argument est intuitivement logique, il ne peut pas nécessairement être prouvé.) A l'inverse, chez Sparinvest, nous avons présenté l'argument contraire selon lequel les actions « Value »

souffrent pendant les récessions et surperforment ensuite. En effet, lorsque l'économie tombe en récession, les sociétés « Value » ont tendance à avoir plus de mal à s'adapter en raison d'un niveau bien plus élevé d'« actifs en place » et donc de coûts fixes supérieurs. Mais lorsque la conjoncture redémarre, les actifs en place deviennent un avantage et les taux d'utilisation ainsi que les bénéfices repartent à la hausse, entraînant une surperformance. Quelle que soit l'explication qui vous semble la plus plausible, personne ne semble pouvoir prédire le début et la fin d'un cycle d'affaires de toutes façons.

Actions « Value » et taux d'intérêt

Un autre aspect dont nous avons récemment discuté avec de nombreux investisseurs offre l'une des plusieurs explications plausibles de la prime « Value » : il s'agit de l'« explication basée sur la durée » qui découle de la théorie du revenu fixe selon laquelle la durée reflète la sensibilité du cours aux fluctuations des taux d'intérêt. Des articles sur le sujet ont commencé à être publiés il y a dix ans, selon lesquels les actions « Value » sont assorties de flux de trésorerie (« cash flow ») à échéance inférieure, soit « *front-loaded* », tandis que les flux de trésorerie des actions « Growth » sont davantage « *back-loaded* », une part relativement importante de leurs flux de trésorerie étant perçue dans un avenir lointain. Aussi le cadre de durée des actions signifie-t-il que les titres « Growth » présentent une durée supérieure à celle de leurs équivalents « Value » et qu'ils sont donc plus sensibles aux fluctuations du taux d'escompte. Naturellement, pour les actions, le taux d'escompte est composé des taux d'intérêt et d'une prime de risque, mais il reste possible de trouver une relation entre les taux d'intérêt à long terme et la performance de style au fil du temps. Notre intérêt pour les taux d'intérêt long terme correspond à la nature à long terme de tous les flux de trésorerie d'entreprises, et donc à l'investissement en actions en général.

Ces dernières années, une relation entre les taux d'intérêt à long terme et la sous-performance des actions « Value » semble s'être dessinée. Aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, les titres « Value » ont eu tendance à sous-performer alors que les taux d'intérêt à long terme diminuaient, donnant l'avantage aux actions « Growth » à durée longue. Dans la situation actuelle, les taux d'intérêt sont faibles mais ils se

normaliseront probablement dans les années à venir, surtout aux États-Unis au vu des prévisions de *tapering* et de hausse des taux. Si/quand ce phénomène se concrétise(ra), nous pensons que les titres « value » surperforeront. Nous sommes par ailleurs convaincus que nombre d'investisseurs font complètement fi du risque de taux d'intérêt actuellement lié aux actions « Growth ».

Au vu de la disparité d'évaluation mentionnée ci-dessus et de cette explication de la performance des titres basée sur la durée, certains segments du marché nous semblent non seulement surachetés et surévalués, mais aussi très sensibles aux variations du taux d'escompte.

Cristallisation des actifs en cours

Au fil des années, nous avons parlé des effets des fusions-acquisitions sur notre performance. Au cours de l'année passée ou des deux dernières années, nous avons aussi de plus en plus parlé de la création de valeur grâce aux désinvestissements. Canadian Tire, Oil States International, Nokia, Noble, Maersk comptaient parmi les quelques exemples dont nous avons parlé dans de récentes lettres. Le thème s'est poursuivi en 2014.

Hutchison Whampoa est un conglomérat basé à Hong Kong actif dans les domaines des ports, des télécoms, de l'immobilier et de l'hôtellerie, de la distribution, de l'énergie et de l'infrastructure. Il bénéficie d'une présence solide dans six des dix plus grands ports au monde. Sa marque de télécoms « 3 » est disponible dans 11 pays, tandis que ses opérations de détail comptent plus de 10 000 points de vente à travers le monde. Hutchison a récemment annoncé la vente à Temasek (Singapour) d'une participation de 25 % dans sa franchise de détail pour 5,7 milliards d'USD. Les deux parties ont l'intention de développer davantage l'activité et de coter cette société en Bourse dans deux à trois ans. Cette transaction a donné aux investisseurs en actions une meilleure idée de la valeur réelle de cette activité de détail, c'est-à-dire que les valeurs intrinsèques liées ont généralement été revues à la hausse. Par exemple, la valeur de transaction est plus que deux fois supérieure à notre propre évaluation. La plupart de ces gains seront distribués aux actionnaires par le biais d'un dividende spécial. Nous demeurons persuadés que

les perspectives de ces types d'opérations augmentent rapidement, ce qui est de bon augure pour les positions de notre portefeuille.

Japon - le retour du dynamisme politique

Sur les marchés boursiers mondiaux, les titres « Value » affichent une nette surperformance à long terme. La fameuse « prime Value » est propre aux titres individuels (au sein d'un marché spécifique, les actions bon marché ayant tendance à surperformer à long terme). Mais elle existe aussi au niveau des pays : l'investissement dans des pays moins chers a tendance à dégager un rendement supérieur à long terme. Que ce soit au niveau de la société, du secteur ou du pays, il faut toujours se demander pourquoi un titre est bon marché. Les investisseurs « Value » optent souvent pour des sociétés bon marché dont les bénéficiaires ont suivi une évolution inférieure à la tendance, mais présentent un potentiel d'amélioration au fil du temps. Ce retour au pair ou « retour à la moyenne » peut engendrer de forts gains sur les cours boursiers.

De même, lorsque des pays sont peu chers dans l'ensemble, c'est souvent parce qu'ils sont restés à la traîne. Nous avons mentionné par le passé la France et son potentiel de réforme du marché du travail susceptible de doper sa compétitivité. Le Japon est un autre exemple de ce phénomène. Mais nous investissons dans des sociétés et pas dans des pays et ce qui nous intéresse le plus est le potentiel lié aux actifs et aux bénéficiaires de nos positions individuelles. Or au niveau macroéconomique du pays, l'une des principales frustrations était liée au gâchis évident de son potentiel dû à la paralysie politique, un facteur de toute évidence à l'origine de la faiblesse des évaluations nipponnes. Il existait des lueurs d'espoir. De 2001 à 2006, le Premier ministre Junichiro Koizumi a bénéficié d'un soutien solide, en partie grâce à sa magnifique chevelure et à sa beauté, mais aussi pour ses projets de réforme. Des progrès ont été faits et les actions japonaises ont connu des périodes robustes, surtout en 2005, mais la dynamique a disparu après le départ de M. Koizumi en 2006, les premiers ministres ultérieurs ne parvenant pas à faire avancer les choses.

Un net tournant a été marqué par le Premier ministre actuel, Shinzo Abe, et ses trois flèches économiques. Premièrement, l'expansion monétaire avec un objectif d'inflation de 2 % pour la Banque du Japon et deuxièmement, une politique budgétaire flexible, avec un assouplissement à court terme afin de doper la croissance, puis une consolidation à long terme pour remédier au vaste endettement public du Japon. Ces deux flèches sont en progrès. Le mois d'avril sera le témoin du premier pas vers la consolidation budgétaire : la taxe japonaise sur la consommation passera de 5 % à 8 %. Le gouvernement remue ciel et terre pour empêcher que cette hausse ne pèse sur la reprise économique en introduisant un plan de stimulation et en poussant les sociétés à augmenter les salaires. Ces dernières semaines, les négociations annuelles relatives aux salaires ont eu des résultats satisfaisants, de grandes entreprises comme Toyota, Nissan et Honda revoyant leurs salaires de base à la hausse, pour la première fois depuis des années pour beaucoup d'entre elles. Si cette dynamique se répercute sur les PME, l'impact pourrait être significatif.

Mais la troisième flèche - les réformes en vue de la croissance - est la plus intéressante et la plus difficile à saisir. M. Abe a la ferme intention de faire disparaître les fameuses réglementations « de base » qui protègent des intérêts particuliers dans toute une gamme de secteurs, de l'agriculture à la médecine. Lors du dernier Forum économique mondial, il a émis sa fameuse « promesse de Davos » liée à ses projets de réforme dont le Partenariat trans-pacifique (PTP), un pacte commercial d'ampleur auquel participent le Japon, les Etats-Unis, le Canada et nombre d'autres pays asiatiques et américains, est le pilier central. Il a l'intention d'introduire des Zones Economiques Spéciales qui joueront un rôle de catalyseurs de la déréglementation. Les baisses du taux de l'impôt sur les sociétés (l'un des plus hauts au monde) devraient profiter à la capacité des entreprises japonaises à rivaliser à l'international. Les régimes de retraite de l'Etat doivent être réformés. Et face aux perspectives démographiques du Japon, M. Abe parle audacieusement d'ouvrir davantage le pays à la main-d'œuvre étrangère. Il mentionne par exemple le recours à une telle main-d'œuvre dans les domaines des tâches ménagères et des soins aux personnes âgées, ce qui pourrait être un outil

visant à renforcer le taux de participation de la main d'œuvre féminine au Japon.

M. Abe a donc de grandes idées, mais naturellement, ses projets ne sont pas sans soulever des oppositions et nous suivrons le pays de près dans les mois à venir. Jusqu'ici, il est encourageant de constater que le soutien public reste relativement solide. Nos investissements au Japon ne reposent pas sur des prévisions très optimistes quant aux exploits de M. Abe, mais plutôt sur des hypothèses individuelles relatives aux sociétés spécifiques auxquelles nous sommes exposés. Quoi qu'il en soit, il ne fait aucun doute que le retour du dynamisme politique dans l'Archipel donne un coup de pouce aux marchés boursiers du pays, attirant l'attention sur la valeur qu'il recèle.

Etude de cas - Yamaha Corp

Cela ne signifie aucunement que notre exposition japonaise ne peut pas changer. Dans toutes les régions et tous les secteurs, nos décisions d'investissement reposent sur la décote existant entre le cours boursier et la valeur intrinsèque de la société. Pour nous en tant qu'investisseurs « value » adeptes d'une approche « bottom-up », l'un des rôles majeurs des événements macroéconomiques et des réactions correspondantes des marchés boursiers est leur capacité à générer des opportunités d'achat de titres assortis de décotes importantes par rapport à leur valeur à long terme, ou de vente de titres ayant atteint leur valeur intrinsèque. Nous avons naturellement pris des bénéfices au fur et à mesure que le marché boursier japonais réagissait à l'Abenomie. Citons à titre d'exemple Yamaha Corp, qui est passée de 1 000 JPY début 2011 à 1 550 JPY en novembre 2013.

Yamaha Corp est un leader mondial du marché des instruments musicaux qui possède 20 % de parts de marché. Il s'agit à plusieurs titres d'un pari sur les marchés émergents du fait de la forte demande dont ses produits bénéficient en Chine. Nous avons investi début 2011 après que son cours eut affiché des performances médiocres dues à une demande morose et à des frais de restructuration élevés. Sa part de marché solide garantissait que le redressement de la demande profiterait à Yamaha. Et pour nous, la restructuration était une opération audacieuse qui prouvait la détermination de la direction à changer les choses.

Alors qu'elle fabriquait des pianos sur son principal site japonais depuis plus de cent ans, l'entreprise a décidé de déplacer la production à l'étranger, de la délocaliser vers des sites où la demande allait croissante.

Nous avons acquis des actions en 2011 à un ratio cours/valeur comptable d'environ 0,75 fois, avec une position nette en liquidités correspondant à plus d'un tiers de la capitalisation boursière. La société avait prouvé sa volonté d'utiliser ces liquidités, de distribuer des dividendes spéciaux, de s'étendre à l'étranger, de procéder à des acquisitions et de se restructurer. En 2013, les perspectives bénéficiaires se sont redressées à mesure que la demande commençait à se normaliser et que le yen s'appréciait. Nous avons cédé notre position lorsque le cours a atteint notre estimation de sa valeur intrinsèque.

Des perspectives positives pour 2014

Nous avons été optimistes à l'égard des actions en général pendant longtemps. Notre point de vue invariablement positif quant aux actions mondiales a été suivi par d'excellentes performances pour les investisseurs. Mais à l'heure où le rendement annuel sur cinq ans du MSCI World dépasse 17 %, ce phénomène ne pourra pas se poursuivre. Comme il a été mentionné plus haut, certains indices boursiers semblent moins sous-évalués aujourd'hui et certains segments du marché sont même onéreux. Pour autant, cela ne sonne pas le glas pour les investisseurs en actions : même sur un marché dont les évaluations sont justes, ils peuvent réaliser des performances raisonnables. Et il existe toujours des opportunités pour les investisseurs « Value » en quête de bonnes affaires.

Nous sommes d'avis que l'économie mondiale est encore en phase de reprise et identifions un potentiel de redressement ou de croissance des bénéfiques dans de nombreuses sociétés. Ce phénomène devrait dicter l'évolution des marchés boursiers en 2014 et à ce titre, l'Europe et le Japon pourraient encore, selon nous, réserver de bonnes surprises. L'embellie de la croissance économique mondiale que nous prévoyons (des prévisions d'ailleurs confirmées par le FMI) profiterait également aux titres les plus cycliques ou sensibles à l'économie, qui connaîtront probablement de meilleurs jours. Etant exposés à de telles sociétés, nos investissements et la

performance globale de notre portefeuille en tireraient parti. Nous ne tenterons pas de prédire l'évolution des taux d'intérêt, mais si la croissance économique se maintient, conformément à nos attentes, il serait logique que les taux d'intérêt augmentent quelque peu dans un avenir proche. De ce point de vue aussi, comme nous l'avons expliqué plus haut, les investisseurs « Value » sont bien placés pour réaliser des gains.

Notre enthousiasme inébranlable pour les actions « Value » ne doit pas être assimilé à une conviction naïve selon laquelle il n'existe aucun risque. Certains événements continueront de rendre les investisseurs nerveux et de causer une certaine volatilité sur les marchés. La situation en Ukraine et les spéculations croissantes sur la croissance chinoise pourraient aisément semer le chaos, mais en qualité d'investisseurs « Value », nous maintenons un horizon d'investissement à long terme. Le style « Value » n'est qu'une question de régularité : il faut savoir garder son calme et conserver une perspective à long terme, que l'humeur ambiante soit plombée par le pessimisme ou débordée d'un optimisme excessif.

Veillez agréer, cher investisseur, l'expression de mes salutations distinguées.

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
9 avril 2014



Value Equities

‘L'équipe « Value » de Sparinvest’



Rangée supérieure, de gauche à droite:

David Orr

Senior Portfolio Manager

Lisbeth Søgaard Nielsen

Portfolio Manager

Jeroen Bresser

Portfolio Manager

Per Kronborg Jensen

Senior Portfolio Manager

Morten Rønnow Tandrup

Equity Analyst

Rangée inférieure, de gauche à droite:

Karsten Løngaard

Senior Portfolio Manager

Jens Moestrup Rasmussen

Team Leader / Chief Portfolio Manager

Trine Uggerhøj

Portfolio Manager

Kasper Billy Jacobsen

Chief Portfolio Manager

Sparinvest est signataire des accords de l'UN PRI et est membre de l'Eurosif et du Dansif.

L'UN PRI est une initiative d'investisseurs internationaux soutenue par les Nations Unis et basée sur six principes destinés aux investisseurs responsables. Le but est d'aider les investisseurs à intégrer de manière active des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance au sein même de leurs investissements.

Signatory of:



Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit Luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez-vous référer au prospectus, au document d'informations clés pour les investisseurs et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans frais auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs/représentants agréés, tout comme les statuts d'origine de la SICAV et tous changements relatifs aux dits statuts. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme garantes de résultats futurs. Le capital investi n'est pas garanti. Une transaction comportant des opérations de change peut être sujette à des fluctuations du taux de change qui peuvent affecter la valeur d'un investissement. Les investissements effectués sur les marchés émergents impliquent un risque plus élevé. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise du compartiment, sans tenir compte des droits d'entrée ou de rachat. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Investor Services Bank S.A., Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.